

JOURNEE « CAPITAL IMMATERIEL : ETAT DES LIEUX ET PERSPECTIVES »

Montpellier, 18 juin 2010

Coordonnée par C. Bessieux Ollier et E. Walliser

c.bessieux@supco-montpellier.fr et elisabeth.walliser@univ-montp1.fr

Réflexions sur l'investissement dans la réputation par les auditeurs et les analystes financiers

Discussions about investment in reputation on stock markets:

The case of auditors and financial analysts

Véronique BESSIERE »

*IAE de Montpellier - Université Montpellier 2
veronique.bessiere@univ-montp2.fr*

Alain SCHATT

*IAE de Dijon - Université de Bourgogne
alain.schatt@u-bourgogne.fr*

Résumé

Cet article s'intéresse à l'investissement dans un actif intangible spécifique : la réputation. Son analyse pour les opérateurs sur les marchés financiers est particulièrement intéressante car elle met en exergue les arbitrages possibles entre des profits à court terme issus d'un avantage informationnel et les gains à long terme générés par la construction d'une bonne réputation. Nous focalisons notre attention sur deux acteurs informationnels majeurs du marché des actions : les auditeurs et les analystes financiers. En théorie, ces acteurs sont incités à développer une bonne réputation, parce qu'ils sont en relation continue avec les investisseurs qui demandent des informations fiables sur les entreprises pour gérer leur portefeuille. Les nombreux scandales financiers des dernières années conduisent cependant à examiner en profondeur les incitations à investir dans la réputation et les freins à cet investissement. Nous discutons également de l'impact des nouvelles régulations de l'audit et de l'analyse financière sur les investissements futurs.

Mots clés : Réputation – Auditeurs – Analystes financiers – Régulation.

Abstract

This article focuses on investment in reputation. Its analysis on financial markets is particularly relevant because it underlines the trade-off between short-run profits generated by an informational advantage and long-run benefits extracted from a good reputation. We focus on two major informational intermediaries on security markets: auditors and analysts. They both have a strong economic incentive to develop their reputation because they repeatedly interact with investors who demand reliable information on companies for managing their portfolios. However several financial scandals during the last decade address questions on incentive to invest in reputation and on restraints that could curtail this investment. We also discuss the role of new regulations in auditing and in security analysis and their possible impact on future investments in reputation.

Keywords: Reputation – Auditors – Financial analysts – regulation

Dans un contexte d'asymétrie d'information, les entreprises, bien informées sur la qualité de leurs produits, peuvent être tentées d'exploiter à court terme leur avantage informationnel en « trompant » leurs clients, moins bien informés sur cette qualité. Il est admis qu'en l'absence de mécanismes de réduction de l'asymétrie d'information, les volumes de transactions peuvent être fortement réduits (Akerlof, 1970).

Dans leur modèle de jeux répétés avec asymétrie d'information, Kreps et Wilson (1982) et Milgrom et Roberts (1982) ont montré que la construction d'une « bonne » réputation permet de réduire l'asymétrie d'information et, par conséquent, de générer des gains à long terme, parce qu'elle incite les agents économiques à coopérer. Autrement dit, les entreprises qui entretiennent des relations régulières avec leurs clients, sont incitées à investir dans une bonne réputation, parce que les bénéfices espérés à long terme excèdent les bénéfices obtenus à court terme en l'absence d'un tel investissement.

Sur les marchés financiers, la décision d'investir dans la réputation apparaît particulièrement importante, pour ceux qui sont en relation avec les investisseurs, puisque l'information est au cœur du fonctionnement de ces marchés. En effet, l'efficacité des marchés dépend de la fiabilité de l'information qui circule. Cet article se focalise sur l'investissement dans la réputation fait par deux intermédiaires informationnels entre les investisseurs et les sociétés cotées : les auditeurs et les analystes financiers. En participant au processus de production d'une information financière fiable (les auditeurs), et en analysant l'ensemble des informations disponibles (les analystes financiers), ces agents économiques aident les investisseurs à gérer leur portefeuille. L'investissement dans une bonne réputation est donc une décision cruciale, car elle conditionne la confiance que leur accordent les investisseurs et, par conséquent, l'intensité des relations entretenues à long terme.

Au cours de la dernière décennie, une littérature relativement abondante a porté sur le comportement de ces acteurs, qui ont, semble-t-il, préféré exploiter leur avantage informationnel à court terme. En particulier, de nombreux cas de conflits d'intérêts ont été documentés. Mehran et Stulz (2007) définissent ces conflits comme « *une situation dans laquelle une partie impliquée dans une transaction peut réaliser des gains en entreprenant des actions qui peuvent négativement affecter sa contrepartie* » (p. 268). Du point de vue des investisseurs, l'intensité de ces conflits a, sans aucun doute, altéré leur confiance dans ces acteurs et l'intérêt des relations de coopération.

Cette littérature s'est notamment développée suite aux scandales financiers révélés depuis le début du millénaire (« bulle Internet », « affaire Enron », etc.) et aux évolutions réglementaires qui en ont résulté. Ces faits nous amènent à poser les deux questions suivantes. Quelles raisons ont conduit les auditeurs et les analystes financiers à ne pas investir fortement dans leur réputation ? Quel pourrait être l'impact des nouvelles réglementations en matière d'investissement dans la réputation de ces deux acteurs ?

Cet article tente d'apporter quelques éléments de réponse à ces questions. Les deux prochaines sections se focalisent successivement sur les auditeurs et sur les analystes financiers, en distinguant, pour chacun, les principaux freins à l'investissement dans la réputation et l'incidence des évolutions réglementaires récentes sur les investissements futurs. Une dernière section synthétise les principaux arguments et conclut.

1. La réputation des auditeurs

Les auditeurs externes (ou commissaires aux comptes) ont pour objet de veiller à ce que les dirigeants établissent leurs comptes annuels en respectant certaines règles. Après avoir procédé à de nombreux contrôles, ils certifient que les comptes sont sincères et donnent une image fidèle de la situation financière de l'entreprise. Ils participent donc à la production d'informations comptables fiables.

Il est généralement admis que les auditeurs sont incités à se forger une bonne réputation, c'est-à-dire à faire des efforts pour détecter d'éventuelles irrégularités comptables et divulguer systématiquement de telles irrégularités (De Angelo, 1981) sous la forme de réserves (ou de refus) de certification, parce qu'une telle stratégie est profitable à long terme. En effet, les investisseurs sont particulièrement intéressés par le recours à des auditeurs disposant d'une bonne réputation, parce qu'ils souhaitent baser leurs décisions sur des informations fiables, mais ils sont conscients du risque de manipulation comptable par les dirigeants, et notamment du risque de gestion des résultats (Healy et Wahlen, 1999)¹. Les travaux portant sur les introductions en bourse montrent, par exemple, que les entreprises qui présentent des comptes

¹ Nous suggérons au lecteur intéressé par ces questions de se référer aux deux numéros spéciaux de la Revue du Financier, portant sur les manipulations comptables (2003, n° 139) et sur les aspects institutionnels et économiques de l'audit (2006, n° 161 et 162).

certifiés par des auditeurs jouissant d'une bonne réputation sont moins fortement sous-évaluées par les investisseurs que les autres entreprises (Broye, 2006).

En pratique, divers freins à l'investissement dans la réputation par les auditeurs semblent cependant exister, mais les nouvelles réglementations de l'activité d'audit, supposées réinstaurer la confiance des investisseurs, sont susceptibles de modifier le niveau d'investissement dans cet actif intangible.

1.1. Quels sont les freins à l'investissement dans la réputation des auditeurs ?

Dans la littérature académique, deux principaux freins ont été mis en évidence pour expliquer l'absence d'un investissement élevé dans une bonne réputation. D'une part, en limitant l'opportunisme (comptable) des dirigeants, les auditeurs s'exposent au risque de remplacement et, par conséquent, à la perte de revenus (substantiels) à court terme. D'autre part, la demande d'auditeurs jouissant d'une bonne réputation est variable selon les entreprises et les pays ; certains dirigeants souhaitent en effet limiter le contrôle qui s'exerce sur eux de façon à disposer d'une grande latitude pour gérer les résultats.

1.1.1. L'arbitrage entre les gains à long terme et les gains à court terme

En refusant de certifier les comptes sans réserves, les auditeurs se construisent une bonne réputation, en informant les investisseurs sur la moindre fiabilité des comptes présentés par les dirigeants. Dans la mesure où les investisseurs sont sensibles aux mauvaises nouvelles véhiculées par les auditeurs, l'émission d'une opinion négative par les auditeurs est fréquemment suivie d'une baisse de la valeur des entreprises en bourse. Ce résultat, mis en évidence par plusieurs études d'évènements, réalisées dans de nombreux pays, n'est pas surprenant, même s'il faut admettre que cette méthodologie, qui permet d'apprécier la réaction du marché financier (la variation de valeur de l'entreprise) à l'annonce d'opinions négatives émises par les auditeurs, n'est pas exemptes de critiques.

D'une part, il est difficile d'isoler le contenu informatif des opinions négatives des auditeurs des nombreuses autres informations contenues dans le rapport annuel (par exemple, une forte baisse du résultat). D'autre part, il est difficile d'apprécier les anticipations du marché sur la gestion du résultat par les dirigeants et sur l'attitude des auditeurs. A ce titre, l'étude de Fleak

et Wilson (1994) est particulièrement intéressante, parce qu'elle distingue les opinions négatives anticipées par le marché et celles qui sont inattendues. Ils constatent, pour les 478 annonces étudiées entre 1979 et 1986, que le marché réagit significativement aux réserves de certification non anticipées par le marché.

Si la présence d'auditeurs jouissant d'une bonne réputation est potentiellement utile pour les investisseurs, il faut cependant admettre que l'émission d'opinions négatives sur les comptes est coûteuse pour les auditeurs à court terme, puisqu'ils prennent le risque de perdre leur mandat en refusant de certifier les comptes sans réserve. Carey *et al.* (2008), qui se préoccupent des coûts potentiels pour les auditeurs australiens, ont confirmé cette hypothèse. Ils comparent un échantillon d'entreprises en difficulté financière, pour lesquelles les auditeurs ont émis une opinion négative sur la continuité d'exploitation, avec un échantillon d'entreprises en difficulté financière pour lesquelles les auditeurs ont certifié les comptes sans réserve au cours de la période 1994-1997. Il apparaît que l'émission d'une réserve sur la continuité de l'exploitation entraîne, pour les auditeurs concernés, une perte d'honoraires d'audit plus importante.

Autrement dit, en investissant dans cet actif intangible que constitue la réputation, les auditeurs prennent le risque de perdre des revenus à court terme. Le manque à gagner pour les auditeurs est potentiellement d'autant plus important qu'ils perçoivent fréquemment des revenus de leur activité de conseil (*non audit fees*), en plus des revenus résultant de l'activité d'audit. En France, ce problème est moins important qu'ailleurs, parce que l'activité de conseil aux clients audités est interdite depuis plusieurs décennies (Gonthier-Besacier et Schatt, 2007). En revanche, ces revenus supplémentaires sont particulièrement importants dans la grande majorité des pays, où l'activité de conseil n'est pas interdite.

Par exemple, dans une étude récente portant sur l'exercice comptable 2005, André *et al.* (2008) ont constaté qu'au Royaume-Uni les honoraires d'audit représentaient plus de 480 millions d'euros pour les 337 entreprises de leur échantillon, soit environ 1,4 million d'euros (en moyenne) par entreprise. Les honoraires de conseil excèdent les honoraires d'audit, puisqu'ils s'élèvent à près de 580 millions d'euros, soit plus de 1,7 millions d'euros (en moyenne) par entreprise. Par ailleurs, dans une étude portant sur le marché suisse, Schatt *et al.* (2009) ont constaté que les honoraires totaux s'élevaient à 376 millions de francs suisses en 2008 pour les 93 entreprises de leur échantillon, soit environ 4 millions (en moyenne) par

entreprise. Si les honoraires de conseil sont inférieurs à ceux mis en évidence au Royaume-Uni, il apparaît cependant qu'ils excèdent les honoraires d'audit dans 12,5% des cas, et qu'ils représentent au moins la moitié des honoraires d'audit dans près d'un tiers des sociétés.

Ces chiffres confirment l'idée que la perte d'un client est synonyme d'un manque à gagner important pour les auditeurs. En théorie, les revenus totaux (d'audit et de conseil) perçus par des auditeurs jouissant d'une bonne réputation, qui pourraient être perdus en cas de non-renouvellement de leur mandat par les dirigeants, pourraient être compensés par des revenus supplémentaires à long terme. En effet, en démontrant qu'ils sont compétents et indépendants, ils sont susceptibles d'attirer de nouveaux clients. En pratique, il n'est cependant pas évident que la demande des entreprises soit très importante pour des auditeurs jouissant d'une bonne réputation. Autrement dit, la perte de revenus à court terme ne peut pas être aisément compensée à long terme.

1.1.2. Les difficultés de valoriser l'investissement dans la réputation dans certains pays

La demande d'auditeurs ayant investi massivement dans une bonne réputation est limitée pour deux principales raisons. Premièrement, le coût de tels auditeurs est supérieur, ce qui est susceptible de freiner certains dirigeants. Dans le courant de littérature qui se préoccupe des déterminants des honoraires d'audit, l'appartenance à un grand réseau international (les *Big Four*), ou non, permet généralement de distinguer les auditeurs réputés des autres auditeurs². Dans leur méta-analyse sur ce sujet, Hay *et al.* (2006) montre que, toutes choses égales par ailleurs, les honoraires d'audit des « Big » (*Four, Five, ou Six*, selon la période d'étude) sont significativement plus élevés que ceux des autres auditeurs. Plus récemment, Choi *et al.* (2008) ont confirmé ce résultat dans une étude internationale, mais ils ont également constaté que les honoraires d'audit sont significativement plus élevés dans les pays où les actionnaires sont bien protégés, comparativement aux pays où la protection des actionnaires est plus faible. Dans ces derniers pays, le risque de poursuite (devant les tribunaux) des auditeurs par les actionnaires mécontents est plus faible, lorsque les auditeurs ne détectent et/ou ne divulguent pas des irrégularités comptables.

² Il s'agit actuellement de KPMG, Price Waterhouse Coopers (PWC), Ernst & Young (E&Y), et Deloitte Touche Tohmatsu (DTT). Cette distinction n'est pas exempte de critiques. Il faut notamment rappeler qu'au début du millénaire, un cinquième « Big » existait : Arthur Andersen. Ce cabinet a disparu suite aux malversations comptables des dirigeants d'Enron et au comportement « douteux » de cet auditeur au moment des faits.

Deuxièmement, outre le coût supérieur des auditeurs bien réputés, les dirigeants d'entreprises ne souhaitent pas recourir aux services de tels auditeurs afin de disposer d'une grande latitude comptable. Ce point permet de rappeler que les intérêts des actionnaires minoritaires, soucieux de disposer d'informations comptables fiables, ne convergent pas nécessairement avec ceux des dirigeants dans les entreprises managériales (à actionnariat dilué), ou avec ceux des détenteurs de blocs de contrôle dans les entreprises contrôlées (Shleifer et Vishny, 1997). En fait, il apparaît que les incitations à manipuler les comptes, et notamment à gérer les résultats comptables, sont fortes dans de nombreux pays (Leuz *et al.*, 2003).

La gestion des résultats prend trois principales formes. Il s'agit, premièrement, de la gestion à la hausse, qui présente deux principaux avantages pour le dirigeant. Elle lui permet d'enregistrer des bonus et primes supérieurs, lorsque ceux-ci sont indexés sur les résultats comptables. Par ailleurs, elle permet de proposer une image plus flatteuse de l'entreprise aux investisseurs, avant certaines opérations majeures, en particulier des augmentations de capital. Deuxièmement, la gestion à la baisse des résultats se justifie de plusieurs façons : elle permet notamment de réduire le montant des impôts payés par les entreprises, mais elle est également fréquente lors du remplacement de dirigeants (Mard et Marsat, 2009), les nouveaux arrivants ayant tendance à « nettoyer les comptes » (*big bath accounting*). Enfin, le lissage des résultats est particulièrement intéressant pour modifier la perception du risque des divers partenaires financiers, afin de réduire le coût de financement des entreprises. Quels que soient les objectifs des dirigeants, et la politique comptable qui en découle, il paraît évident que la demande pour des auditeurs jouissant d'une bonne réputation est limitée. Les dirigeants ne souhaitent pas prendre le risque de voir les auditeurs émettre des réserves de certification lorsqu'ils ont détecté des irrégularités comptables.

1.2. Quelle est l'incidence de la réglementation de l'activité d'audit sur l'investissement en réputation des auditeurs ?

Au cours des dernières années, les auditeurs ont été impliqués dans divers scandales financiers, ce qui a conduit les régulateurs à proposer de nouvelles règles du jeu, en particulier aux Etats-Unis, mais également en France. La question se pose de savoir quels seront les effets (probables) de ces nouvelles réglementations sur l'investissement fait par les auditeurs dans leur réputation.

En France, deux nouvelles règles semblent particulièrement importantes. La première concerne la publication, par décret, d'un code de déontologie (loi relative aux Nouvelles Régulations Economiques, 2001). En accord avec Mikol (2006), un « *code de déontologie de la profession de commissaire aux comptes n'a rien de nouveau, [mais] sa publication par décret est une innovation majeure par le poids que le code prend dès lors dans la hiérarchie des sources juridiques applicables au commissariat* ». En effet, l'approbation par décret confère au code de déontologie une force obligatoire qu'il n'avait pas. La responsabilité de l'auditeur peut désormais être engagée lorsque le commissaire aux comptes n'a pas respecté les normes et principes de comportement de la profession. La seconde règle a trait à la création du H3C, le Haut Conseil du Commissariat aux Comptes (Loi de Sécurité Financière, 2003). Celui-ci a pour mission d'assurer la surveillance de la profession et de veiller au respect de la déontologie et de l'indépendance des commissaires aux comptes.

Ces deux règles sont susceptibles d'influencer significativement le coût supporté par un auditeur qui ne détecte pas ou ne révèle pas des irrégularités comptables. Un auditeur qui ne fait pas preuve de toute la diligence nécessaire (code de déontologie), court désormais un risque plus important d'être détecté (par le H3C) et de payer des dommages non négligeables (responsabilité). Autrement dit, l'estimation des gains nets qui en découle, correspondant à la différence entre les revenus obtenus (honoraires) et les divers coûts supportés (coût de la main d'œuvre, etc.) ou à supporter (risque de poursuite en cas de « défaillance »), modifie sensiblement l'arbitrage entre court terme et long terme. L'investissement dans la réputation peut donc s'en trouver accru, à condition toutefois que ces règles soient réellement mises en œuvre. Concrètement, cela signifie, d'une part, que le H3C doit disposer de moyens suffisants pour exercer une pression sur les auditeurs, c'est-à-dire pour détecter des auditeurs « défaillants », d'autre part, que le coût supporté par ces auditeurs en cas de poursuite doit être suffisamment élevé pour les dissuader d'accorder trop de poids dans leur évaluation aux revenus à court terme.

Aux Etats-Unis, de nouvelles règles ont également été proposées. Le régulateur a considéré que les montants élevés d'honoraires résultant des activités de conseil constituaient la principale cause de « défaillance » des auditeurs. Pour cette raison, la loi Sarbanes-Oxley (SOX) publiée en 2003, a donc purement et simplement interdit la facturation d'activités de conseil aux entreprises dont les comptes sont audités. Dans ce pays, où la responsabilité des auditeurs peut être engagée plus aisément qu'en France, la loi SOX semble avoir porté ses

fruits. En effet, Cohen *et al.*, (2007) et Bartov et Cohen (2008) montrent que la gestion des résultats est moindre depuis l'adoption de SOX, ce qui pourrait s'expliquer, au moins partiellement, par une évolution de la pression exercée par les auditeurs sur les dirigeants.

2. La réputation des analystes financiers

Sur les marchés d'actions deux types d'analystes coexistent : les analystes « *sell side* » et les analystes « *buy side* ». Ces derniers travaillent en interne pour conseiller les gérants de fonds et leurs recommandations ne sont généralement pas divulguées. L'analyse de la réputation proposée dans cet article ne concerne par conséquent que les analystes financiers « *sell side* ». Ceux-ci travaillent pour les établissements financiers (notamment les banques et les sociétés de bourse³) et ont pour rôle de collecter et de traiter de nombreuses informations sur les sociétés cotées, afin de formuler des prévisions de bénéfices et des recommandations (d'achat, de vente ou de conservation de titres) aux différents clients de l'établissement financier qui les emploie. La satisfaction de leurs clients (les investisseurs) implique la production d'informations utiles à la sélection d'actions composant leurs portefeuilles. Cette satisfaction est source de fidélisation du client et permet donc d'entretenir des relations de long terme entre l'institution financière et son client.

Par rapport aux auditeurs examinés précédemment, la réputation des analystes présente deux spécificités. Tout d'abord, elle a une forte dimension individuelle et fait l'objet d'un large écho dans la presse spécialisée qui se matérialise notamment par la publication de classements des analystes⁴. Ensuite, il existe des bases de données (la plus connue étant I/B/E/S) qui fournissent les prévisions et recommandations par analyste, incluant des historiques sur longue période, ce qui permet d'évaluer *ex post* la qualité de leur production. Des indicateurs objectifs de qualité, par analyste et non pas seulement par institution, peuvent être construits à partir de ces données. De plus, en confrontant les deux éléments ci-dessus, on peut également établir un lien entre la réputation (telle qu'elle ressort des classements) et la qualité de la production de chaque analyste. Dans un travail de référence, publié en 1992, Stickel montre ainsi que les prévisions des meilleurs analystes du classement *Institutional Investor* sont plus

³ La terminologie a évolué en France (agent de change, société de bourse, entreprise d'investissements). Dans la suite de l'article, les intermédiaires qui effectuent les transactions sur le marché des actions seront désignés par le terme de *broker*.

⁴ Par exemple, les palmarès de la revue professionnelle *Institutionnal Investor* aux Etats-Unis, ou de l'AGEFI en France, établis à partir de questionnaires adressés aux investisseurs institutionnels.

proches des résultats effectivement publiés que celles des autres analystes. Jackson (2005) confirme, pour le marché australien, que la performance de l'analyste (le degré d'exactitude de ses prévisions) augmente sa position dans le classement.

L'incitation à investir dans la réputation est potentiellement forte en raison des effets bénéfiques pour les analystes en termes d'opportunités de carrière. Hong *et al.* (2000) documentent, par exemple, un lien fort entre la probabilité de promotion des analystes et l'exactitude de leurs prévisions. La réputation de l'analyste semble également avoir un impact positif pour l'établissement qui l'emploie : elle influence positivement la part de marché pour les *brokers* (Jackson, 2005) et le pilotage des émissions d'actions pour les banques d'affaires (Clarkea *et al.*, 2007). Ainsi, l'effet de réputation pourrait donc s'avérer un facteur puissant d'incitation à produire des analyses de qualité. Cet effet, qui joue aussi au niveau de l'institution qui emploie l'analyste, est renforcé ici par la visibilité de la réputation individuelle et par l'existence de relations interpersonnelles fortes entre l'analyste et ses clients investisseurs. Pourtant, des freins existent, en raison de contraintes de productivité et surtout de l'existence de conflits d'intérêts. Ces deux freins sont de nature différentes (et seront successivement examinés dans le paragraphe suivant), mais tout deux conduisent à des prévisions ou recommandations optimistes⁵. Les réglementations récentes visent à réduire ces conflits d'intérêts, et on peut s'interroger sur leur incidence dans l'investissement en réputation.

2.1. Quel sont les freins à l'investissement dans la réputation des analystes ?

Nous nous intéressons tout d'abord brièvement aux contraintes de productivité, car elles ont un impact sensible sur la qualité des prévisions réalisées par les analystes. Nous introduisons ensuite les conflits d'intérêt auxquels font face les analystes. En raison de ces conflits, les analystes ne privilégient pas en permanence l'intérêt de leurs clients investisseurs et la construction d'un capital réputationnel. D'une part, l'accès à l'information crée des distorsions dans les relations avec les entreprises suivies. D'autre part, les activités de leur établissement employeur (*broker* ou banque d'affaires) induit un conflit lié au volume

⁵ L'exactitude est mesurée par la valeur absolue de l'erreur de prévision *ex post*, correspondant à la différence entre le bénéfice prévu et le bénéfice réellement publié par l'entreprise. L'optimisme dans les prévisions se traduit par une erreur de prévision biaisée dans le sens de la surestimation des prévisions.

d'affaires générés par leurs analyses. Ce dernier conflit implique clairement un arbitrage entre des gains à court terme et la construction d'une réputation à plus long terme.

2.1.1. La contrainte de productivité

La contrainte de productivité est bien sûr un frein à la qualité des analyses. En effet, en exerçant une pression sur les analystes, pour qu'ils annoncent fréquemment des recommandations ou des révisions de leurs prévisions de bénéfices, les investisseurs et les sociétés qui emploient les analystes conduisent ces derniers à réaliser des analyses fondamentales moins approfondies. Cooper *et al.* (2001) souligne que l'analyste qui effectue des révisions de prévisions avant les autres analystes (soit le *leader* par opposition aux *followers*) provoque un impact plus fort sur les cours. Il y a donc une pression du temps très forte. Les auteurs classifient également les *leaders* selon un autre critère : celui de l'erreur de prévision, et montrent l'absence de congruence entre les leaders issus de cette classification et ceux issus du premier critère. La rapidité de production de l'information semble ainsi associée à de moins bonnes prévisions.

Plusieurs études⁶ documentent également un lien positif entre l'erreur de prévision et le nombre de firmes ou de secteurs suivis aux Etats-Unis (par exemple, Clement, 1999), confirmées sur le marché européen par Bolliger (2004). Cet auteur met aussi en exergue la complexité liée à un suivi international des différents pays européens en documentant un lien positif entre l'erreur de prévision et le nombre de pays suivis par l'analyste.

Cette complexité peut être également reliée au caractère immatériel ou technologique des secteurs suivis. L'importance des erreurs de prévisions constatées avant l'éclosion de la bulle Internet montre bien cet effet, accentué ici par une pression de productivité générée par le fort accroissement des firmes suivies dans ce secteur (suite aux nombreuses introductions en bourse) et de la demande d'analyses de la part des investisseurs. Dans un environnement caractérisé par une forte incertitude, Gu et Xue (2007) suggèrent que l'accès à une information privilégiée émanant des entreprises est déterminant pour les analystes et les incite à réagir de manière excessivement positive aux bonnes nouvelles qu'elles diffusent.

⁶ Les déterminants de la qualité des prévisions ont fait l'objet d'une littérature abondante. Nous suggérons au lecteur de se reporter aux synthèses de Ramnath *et al.* (2008) et d'Alphonse *et al.* (2009).

2.1.2. Le conflit d'intérêt lié à l'accès à l'information

Les analystes forgent leur réputation sur la qualité de leurs analyses de l'information disponible, mais aussi sur leur capacité à obtenir des informations privilégiées de la part des dirigeants d'entreprise. Cela peut recouvrir l'obtention, désormais prohibée, d'une information particulière avant les autres analystes, mais aussi plus généralement de pouvoir mener des discussions approfondies avec les dirigeants sur les enjeux, les risques et les opportunités caractérisant l'entreprise et son secteur d'activité. Ainsi, les analystes apprécient des rencontres en face à face avec les dirigeants, qui leur permettent de développer une compétence distinctive, par opposition aux réunions générales réunissant analystes et journalistes spécialisés telles que celles consacrées à la présentation des résultats. L'analyste pourrait alors, dans le but d'entretenir de bonnes relations avec les entreprises qu'il suit, éviter la production d'études défavorables. Ceci constitue une première explication possible à l'observation d'un biais d'optimisme. Il y a ici une forte tension entre sa réputation vis-à-vis des clients investisseurs, qui peut être altérée par une production d'analyses biaisées, et son investissement de long terme sur un relationnel avec l'entreprise.

Ces tensions sont observées à travers les résultats contradictoires de la littérature sur le sujet. Les études n'obtiennent pas en effet nécessairement un optimisme plus marqué (ici strictement une surestimation des prévisions) lorsque les résultats des entreprises sont difficiles à prévoir c'est-à-dire quand l'incitation à obtenir des informations privilégiées est forte. Das *et al.* (1998) documentent ce lien, tandis qu'Eames et Glover (2003) n'obtiennent aucune relation. Pour l'analyste, la résolution de ce conflit peut consister à ne pas diffuser de prévisions ou de recommandations pour les entreprises qui ont des perspectives moins favorables (McNichols et O'Brien, 1997).

2.1.3. Le conflit d'intérêt lié au volume d'affaires (relations d'affaires et courtage)

Les relations d'affaires qu'entretient un établissement financier avec l'entreprise peut conduire l'analyste à produire des études optimistes, notamment dans le cadre d'une opération de type augmentation de capital ou introduction en bourse (Lin et Mc Nichols, 1998 ; Hong et Kubik, 2003). Ce conflit est similaire à celui que connaissent les auditeurs : leur mission fondamentale (ici la production d'analyses de qualité) peut être en contradiction, au moins partiellement, avec les autres missions que leur établissement développe avec l'entreprise.

Dans le cas d'un employeur *broker* le même type de conflit existe. La recherche d'un volume de courtage élevé implique une plus forte propension à la recommandation d'achat puisque celle-ci peut concerner tous les clients investisseurs, alors que la recommandation de vente ne concerne que les portefeuilles détenant le titre⁷. Jackson (2005) montre effectivement que les analystes optimistes génèrent plus de courtage (ceci étant vrai pour les prévisions et pour les recommandations, mais plus fortement marqué pour ces dernières).

Ce conflit lié au volume d'affaires implique clairement pour l'analyste un arbitrage entre la réalisation de profits à court terme et sa réputation à long terme. Cependant, le problème est ici plus complexe que celui analysé précédemment dans le cas des auditeurs parce que la réputation s'établit fortement à un niveau individuel. Les pressions à court terme ne sont pas pour autant exclusivement reliées à la recherche de profit par l'institution financière, car l'analyste, par le mécanisme des bonus, est directement intéressé au volume d'affaires à court terme. Mais il est également soucieux de sa réputation car celle-ci a une forte visibilité.

Pour l'analyste, cette complexité dans l'arbitrage entre bénéfices à court ou à long terme se traduit par l'adoption d'un double langage, qui apparaît ainsi comme un mode de résolution de ce conflit sur les volumes. Ce double langage est très documenté dans la littérature académique (Malmendier et Shanthikumar, 2007). Par exemple, un abaissement des prévisions de bénéfices à court terme (pour sauvegarder la réputation fondée sur l'exactitude de cette prévision) sera accompagné d'un maintien du potentiel à long terme de l'entreprise (prévision du taux de croissance à long terme inchangé) et d'un évitement de la recommandation de vente (par exemple, passage d'« achat » à « neutre »). Les études spécifiquement consacrées à la comparaison des analystes employés par des banques d'affaires ou des *brokers* (dits analystes affiliés), par rapport aux analystes non affiliés, montrent que les recommandations sont beaucoup plus optimistes chez les affiliés, alors que la différence concernant les prévisions est faible ou inexistante (Dubois et Dumontier, 2006). Ce double langage s'explique par le fait que la réputation des analystes émane des investisseurs institutionnels : ils sont en relation directe avec l'analyste (la situation est typiquement ici celle d'un jeu répété) et ils sont interrogés pour les classements. Or, les investisseurs professionnels s'intéressent essentiellement aux prévisions et décryptent ce double langage comme le montre, par exemple, les faibles hausses de cours suite aux

⁷ Sauf dans le cas de vente à découvert c'est-à-dire de ventes réalisées sans détention du titre et assortie d'un prêt de ce titre, ou bien dénouée, dans le cas français du SRD, par un achat avant l'échéance mensuelle de règlement – livraison. Les ventes à découvert sont plus coûteuses pour l'investisseur qu'une transaction classique et font l'objet de limitations, voire d'interdictions ponctuelles.

recommandations d'achats des analystes affiliés (Barber *et al.*, 2007). En revanche, les investisseurs individuels ne peuvent que difficilement apprécier la totalité de l'analyse et focalisent leur attention sur les recommandations (Malmendier et Shanthikumar, 2007).

Toutefois, ce constat doit être nuancé en Europe. Dubois et Dumontier (2008) soulignent que les banques européennes sont des banques universelles alors que les banques nord américaines sont spécialisées (pour les banques d'investissement dans les activités de *broker* et de banques d'affaires), impliquant une plus large source de revenus susceptible de limiter le conflit lié au volume d'affaires. Jegadeesh et Kim (2006) documentent effectivement que l'optimisme des analystes est plus modéré en Europe qu'aux Etats-Unis.

2.2. Quelle est l'incidence de la réglementation sur l'investissement en réputation des analystes financiers ?

Contrairement aux auditeurs, l'activité des analystes financiers est restée longtemps à l'écart de toute réglementation⁸. Des exigences de transparence ont été requises pour les entreprises cotées sur un marché réglementé, et le seul acteur traditionnellement impliqué aux côtés de l'entreprise était l'auditeur. Les scandales financiers du début du millénaire ont conduit les régulateurs, aux Etats-Unis et en Europe, à formuler des règles du jeu⁹ pour les analystes financiers, intégrant notamment la reconnaissance des conflits d'intérêts entre analystes, dirigeants d'entreprises et établissements financiers. Dans cette section, nous examinons comment ce type de réglementation peut influencer l'investissement en réputation des analystes, puis élargissons le débat pour évoquer l'absence de régulation des bonus.

2.2.1 Les réglementations de l'activité des analystes

Concernant les analystes, trois grands types d'obligations résultent de ces textes¹⁰. Premièrement, l'entreprise cotée ne doit pas réaliser de communication à un tiers, notamment

⁸ Avant la LSF, aucune norme législative ou réglementaire ne concernait les analystes financiers, mais seulement des dispositions dans le règlement général du Conseil des Marchés Financiers (devenu l'AMF avec des pouvoirs plus étendus).

⁹ A travers les réglementations SOX aux Etats-Unis et LSF en France, et la directive européenne sur les abus de marchés (ou MAD - *Market Abuse Directive*), promulguées en 2003.

¹⁰ Les textes applicables en France sont disponibles sur le site Internet de l'AMF. Les trois obligations que nous précisons ici sont en outre reprises dans le règlement général de l'AMF (arrêté du 4 mai 2007), respectivement : (1) article 223-10-1, (2) articles 315-5, 315-6, 315-7 et (3) article 315-3. Les textes applicables aux Etats-Unis sont synthétisés dans l'article de Kadan *et al.* (2009).

à un analyste, sans immédiatement réaliser une diffusion publique. Cette obligation a été initiée aux Etats-Unis avant la Loi SOX avec la promulgation par la SEC de la « *Regulation Fair Disclosure* » (dit *Reg FD*) dès octobre 2000. Deuxièmement, les analyses doivent mentionner tout lien d'affaires existant entre l'institution financière et l'entreprise analysée. Troisièmement, les analystes doivent indiquer dans leurs rapports tous les éléments utiles à la compréhension de leurs productions (recommandations, estimations, prévisions, etc.).

Ces éléments sont précisés en France dans le code de déontologie de la SFAF¹¹ qui indique que : (1) l'analyste ne doit pas chercher à obtenir d'un émetteur des informations privilégiées relatives à toute société cotée ; (2) ses analyses et conseils doivent refléter son indépendance de jugement et son objectivité et ne pas être altérés par les activités de l'établissement auquel il appartient ; (3) il doit veiller à la clarté de ses conseils en investissement et adapter son message au degré de qualification des clients auquel il s'adresse. Ces textes renvoient clairement aux sources de conflits d'intérêt exposés précédemment. La première obligation vise à réduire le conflit lié à l'information, la deuxième porte sur le conflit lié aux relations d'affaires, et la troisième s'attache à la fois à ce dernier conflit mais aussi spécifiquement au conflit lié au volume de courtage, notamment en s'adressant aux investisseurs non professionnels afin de limiter le double langage.

Les effets potentiels de cette réglementation sur l'investissement en réputation pourraient être mitigés. Tout d'abord, elle pourrait être sans effet parce que, globalement (à travers les deuxième et troisième points), elle a surtout vocation à protéger les investisseurs non professionnels alors que la réputation de l'analyste s'établit essentiellement dans le cercle plus restreint des investisseurs institutionnels. En effet, nous avons souligné précédemment que cette réputation se construit largement à partir de classements établis sur la base de questionnaires adressés aux gérants de portefeuille, ou d'études sur les erreurs de prévisions *ex post* qui ne sont pas diffusées auprès du grand public.

Cette réglementation pourrait aussi engendrer des effets positifs. Le deuxième point constitue une protection de l'analyste face aux pressions de son employeur, lui permettant ainsi de développer ses analyses de manière plus indépendante. Puisque l'analyste est désormais protégé des pressions de court terme, il pourrait accentuer son investissement en réputation.

¹¹ La Société Française des Analystes Financiers est l'association professionnelle qui regroupe les analystes financiers en France. Le code de déontologie peut être consulté sur le site Internet de l'association. Les questions de déontologie ont été également renforcées dans les formations qu'elle dispense. On observe le même phénomène au niveau international à travers les programmes du CFA (*Chartered Financial Analyst*).

Le troisième point pourrait également induire un élargissement des effets de réputation, en incluant désormais les investisseurs non professionnels (Jackson, 2005).

Enfin, cette réglementation peut induire des effets négatifs à travers le premier point consacré à l'information. Elle modifie en tous cas les éléments constitutifs de la réputation qui ne sont plus désormais associés à la capacité à obtenir des informations privilégiées. Pour l'analyste, l'investissement en réputation n'est intéressant que s'il confère explicitement une compétence distinctive. Il n'est pas évident que cette dernière puisse être fondée sur une expertise particulière en dehors d'un accès spécifique à l'information.

Les premières études réalisées sur les effets de cette réglementation confirment notre argumentation mitigée. Plusieurs études américaines montrent l'absence d'effet de la *Reg. FD* sur l'exactitude des prévisions, confirmées par Bessière et Kaestner (2008) qui montrent même un accroissement global de l'optimisme des prévisions en comparant les trois trimestres précédant et suivant sa promulgation. L'article le plus complet sur l'effet de ces réglementations aux Etats-Unis est sans doute celui de Kadan *et al.* (2009). Ils observent une diminution des recommandations positives (« acheter »), mais qui n'est pas plus marquée pour les analystes affiliés. Ils n'observent pas d'effet sur les recommandations négatives (« vendre ») qui restent moins fréquentes chez les affiliés. Ils montrent également que les réactions de cours après la diffusion de recommandations sont globalement plus faibles, impliquant une diminution de leur contenu informationnel pour les investisseurs. En Europe, Dubois et Dumontier (2008) documentent un effet modérateur sur l'optimisme des recommandations, mais la réglementation n'a pas eu d'effet sur celles émanant des établissements à forte réputation (les banques d'affaires effectuant le plus d'opérations d'introduction en bourse ou d'émission de titres). Les recommandations de ces dernières étaient déjà, avant l'application des nouvelles règles, d'un optimisme plus modéré que celles des établissements à plus faible réputation. Les auteurs en concluent que la réputation est un modérateur plus efficace des conflits d'intérêt que la réglementation.

2.2.2 L'impact des bonus sur l'investissement en réputation

Une limite majeure des réglementations récentes tient à leur faible impact sur l'arbitrage fait par l'analyste entre les gains à court terme et les gains à long terme, notamment parce que la question des bonus n'est pas intégrée. Or, celle-ci fait débat depuis la crise financière. Les

analystes sont d'importants bénéficiaires de ce type de rémunération, même s'ils le sont à un degré moindre que les *traders* et vendeurs stigmatisés dans les polémiques sur les bonus.

Par rapport à la question de la réputation, la pratique des bonus pose deux problèmes. L'analyse en profondeur réalisée par Godechot (2007) montre que le bonus traduit non seulement une appropriation du profit (c'est-à-dire de la rente générée par l'actif immatériel), mais de l'actif lui-même. Il montre, dans le cas des *traders* et des vendeurs, que l'actif immatériel développé – essentiellement ici le portefeuille de clients – est aisément redéployable. Mais la transférabilité de cet actif appartient au salarié, alors même que l'institution a contribué à la création de cet actif (en particulier lors de l'embauche de juniors). Le salarié peut aller jusqu'à mener des stratégies de *hold-up* c'est-à-dire une menace de départ, impliquant parfois toute une équipe. Cette approche peut être transposée au cas des analystes, l'actif immatériel étant alors la réputation¹².

En prolongeant l'analyse de Godechot, on peut ainsi faire apparaître un premier effet négatif des bonus sur la réputation. Du point de vue de l'établissement, dès lors que l'actif immatériel est largement capté par le salarié, la position de l'employeur ne peut que se traduire par des pressions à court terme. Ce dernier n'est pas incité à favoriser l'investissement dans la réputation (dont le caractère individuel chez les analystes a été souligné à plusieurs reprises). L'actif n'appartient pas à l'établissement, qui peut simplement espérer une partie du profit (la partie restante après bonus) et la négociation de cette partie porte sur la durée de la rente (si le bonus est trop faible, le salarié peut engager une menace crédible de départ). Les résultats de Jackson (2005) sont parfaitement cohérents avec cette analyse à travers le lien positif entre la réputation des analystes et la part de marché de son employeur *broker*, lien obtenu à court terme (décalage d'un an entre les deux mesures). Le deuxième problème posé par les bonus concerne le point de vue de l'analyste. Ce type de rémunération incite bien évidemment à un arbitrage en faveur du court terme : l'analyste est directement intéressé au volume d'affaires de son employeur, d'autant plus que la part rétrocédée sous forme de bonus est élevée. Au total, ces deux problèmes peuvent sensiblement altérer les effets théoriquement positifs de la réputation en transférant à court terme des bénéfices supposés à long terme. Les niveaux de

¹² Les analystes ont également des relations avec les clients, et donc, comme les *traders* et vendeurs, un portefeuille de clients. Ce portefeuille est obtenu essentiellement via la réputation et donc nous assimilons ici ces éléments.

bonus observés, y compris après la crise financière, montrent toute l'actualité de cette question¹³.

Conclusion

Cet article porte sur la réputation de deux acteurs informationnels majeurs du marché des actions : les auditeurs et les analystes financiers. En théorie, ces acteurs sont incités à développer une bonne réputation, parce qu'ils sont en relation continue avec les investisseurs, qui demandent des informations fiables (résultats non gérés, prévisions de bénéfices et recommandations précises) pour gérer leur portefeuille.

En pratique, de nombreux freins existent cependant à un investissement élevé dans leur réputation. Ils ont trait aux gains importants que ces acteurs cherchent à maximiser à court terme, au détriment de gains incertains à long terme. Cet article a mis en évidence de nombreux freins communs aux analystes et aux auditeurs, qui s'expriment dans l'importante littérature consacré aux conflits d'intérêts, mais aussi des spécificités notamment celle liée aux bonus et au caractère plus individuel de la réputation chez les analystes. Les auditeurs souhaitent conserver leur mandat, en évitant de refuser de certifier les comptes sans réserves. L'incitation est d'autant plus forte qu'ils risquent, d'une part, de perdre des honoraires élevés de conseil (dans de nombreux pays) en plus des honoraires d'audit, d'autre part, de ne pas retrouver aisément de nouveaux clients parce de nombreux dirigeants privilégient des relations avec des auditeurs qui jouissent d'une moins bonne réputation pour pouvoir gérer plus aisément les résultats comptables. Quant aux analystes financiers, les freins résultent notamment des contraintes de productivité, mais également de conflits d'intérêts, traduisant la volonté des analystes d'entretenir des relations privilégiées avec les dirigeants et de ne pas réduire les volumes d'affaires entre leur employeur et les entreprises suivies. Il s'agit ici, comme pour les auditeurs, d'une incitation à émettre une opinion favorable, qui peut être profitable à court terme mais pèse sur leur réputation à long terme.

¹³ Par exemple, en 2009, les rémunérations représentent 62% du chiffre d'affaires de l'activité de banque d'investissement chez Morgan Stanley, le ratio le plus faible étant aux Etats-Unis celui de Bank of America, soit 19% (source : *Les Echos* du 4 février 2010 « Bonus : Bank of America affiche le taux de versement le plus faible de Wall Street », et du 22 janvier 2010 « Goldman Sachs estime avoir fait preuve de retenue sur les bonus »).

Les réglementations récentes, en particulier la loi SOX aux Etats-Unis et la LSF en France, ont modifié les règles du jeu pour ces deux acteurs. Les effets bénéfiques en termes de réputation ne sont cependant pas évidents, dans la mesure où rien ne prouve que les coûts espérés en cas de « défaillance » augmentent réellement, auquel cas les arbitrages faits par ces acteurs entre court terme et long terme ne sont pas modifiés. Des études ultérieures devraient permettre de mieux apprécier les modifications du comportement des auditeurs et des analystes financiers au cours du temps.

Références

- Akerlof G., « The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, N° 3, 1970, p. 488-500.
- Alphonse P., Grandin P., Levasseur M., « Quelle utilité de l'analyse financière pour la gestion de portefeuille ? », *La Revue du Financier*, N° 177, 2009, p. 39-50.
- André P., Broye G., Pong C., Schatt A., « A Comparison of Audit Fees and their determinants in France and UK », Annual Congress of the European Accounting Association, 2008.
- Barber B., Lehavy R., Trueman B., « Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms », *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, 2007, p. 490-517.
- Bartov E. Cohen D., « The 'Numbers Game' in The Pre-and Post-Sarbanes-Oxley Eras », 2008, <http://ssrn.com/abstract=954857>.
- Bessière V., Kaestner M., « Sur et sous réactions des analystes financiers: une étude des évolutions post-krach », *Banque et Marchés*, Vol. 91, 2008, p. 6-20.
- Bolliger G., « The characteristics of individual analysts' forecasts in Europe », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, 2004, p. 2283-2309.
- Broye G., « L'auditeur et le marché financier : une synthèse de la littérature », *La Revue du Financier*, 2006, N° 161, p. 42-57.
- Carey P., Geiger M., O'Connell B., « Costs associated with going-concern-modified audit opinions: an analysis of the Australian audit market », *Abacus*, Vol. 44, N° 1, 2008, p. 61-81.
- Choi, J.H, Kim J.B, Liu X., Simunic D.A., « Audit pricing, legal liability regimes, and Big 4 premiums: Theory and cross-country evidence », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 25, N° 1, 2008, p. 55-99.
- Clarkea J., Khoranaa A., Patelb A., Rauc R., « The impact of all-star analyst job changes on their coverage choices and investment banking deal flow », *Journal of Financial Economics*, Volume 84, 2007, p. 713-737.
- Clement M., « Analyst forecast accuracy: do ability, resources, and portfolio complexity matter? », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, 1999, p. 285-303.
- Cohen D., Dey A., Lys T., « Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes Oxley Periods », June 2007, <http://ssrn.com/abstract=813088>.

- Cooper R., Day T., Lewis C., « Following the leader: A study of individual analysts' earnings forecasts », *Journal of Financial Economics*, Vol. 61, 383–416.
- Das S., Levine C., Sivaramakrishnan K., « Earnings predictability and bias in analysts' earnings forecasts », *The Accounting Review*, Vol. 73, 1998, p. 277-294.
- De Angelo L., « Auditor Size and Audit Quality », *Journal of Accounting and Economics* Vol. 3, 1981, p. 183-199.
- Dubois M., Dumontier P., « Do conflicts of interest affect analysts' forecasts and recommendations? A survey », in Thévenoz, L., Bahar R. (Eds.), *Conflicts of interest, corporate governance and financial markets*, Kluwer Law International, 2006, p. 187-210.
- Dubois M., Dumontier P., « Regulating the Financial Analysis Industry: Is the European Directive Effective? », 2008, <http://ssrn.com/abstract=1282221>.
- Eames M., Glover S., « Earnings predictability and the direction of analysts' forecast errors », *The Accounting Review*, Vol.78, 2003, p. 707-724.
- Fleak S.K., Wilson E.R., « The incremental information content of the going-concern audit opinion », *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 9 No.1, 1994, p. 149-166.
- Godechot O., *Working rich : salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, La Découverte, 2007, 307 pages.
- Gonthier-Besacier N., Schatt A., « Determinants of Audit Fees for Quoted French Firms », *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22, N° 2, 2007, p. 139-160.
- Gu Z., Xue J., « Do analysts overreact to extreme good news in earnings? », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 29, 2007, p. 415-431.
- Hay D., Knechel W., Wong N., « Fees: a meta-analysis of the effect of supply and demand attributes », *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23, N° 1, 2006, p. 141–191.
- Healy P., Wahlen J., « A review of the earnings management literature and its implications for standard setting », *Accounting Horizons*, Vol. 13, 1999, p. 365–383.
- Hong H., Kubik J., « Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts », *Journal of Finance*, Vol. 58, 2003, p. 313-351.
- Hong H., Kubik J., Solomon D., « Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts », *Rand Journal of Economics*, Vol. 31, 2000, p. 121-144.
- Jackson A., « Trade generation, reputation and sell-side analysts », *Journal of Finance*, Vol. 60, 2005, p. 673-717.
- Jegadeesh N., Kim W., « Value of analyst recommendations: International evidence », *Journal of Financial Markets*, Vol.9, 2006, p. 274-309.
- Kadan O., Madureira L., Wang R., Zach T., « Conflicts of interest and stock recommendations: The effects of the global settlement and related regulations », *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2009, p. 4189-4217.
- Kreps D., Wilson R., « Reputation and imperfect information », *Journal of Economic Theory*, Vol. 27, N° 2, 1982, p. 253-279.
- Leuz C., Nanda D., Wysocki P., « Earnings management and investor protection: an international comparison », *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, N° 3, 2003, p. 505-527.
- Lin H., McNichols M., « Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations », *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, 1998, p. 101-127.

- Mard Y., Marsat S., « Les stratégies comptables précédant un changement de dirigeant en France », *Finance Contrôle Stratégie*, Vol. 11, N° 4, 2008, p. 111-136.
- McNichols M., O'Brien P., « Self-selection and analyst coverage », *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, 1997, p. 167-199.
- Malmendier U., Shanthikumar D., « Do Security Analysts Speak in Two Tongues? », 2007, <http://ssrn.com/abstract=990952>.
- Mehran H., Stulz R., « The economics of conflicts of interest in financial institutions », *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, 2007, p. 267-296.
- Mikol A., « L'exercice du commissariat aux comptes en France : le grand tournant des années 2001-2005 », *La Revue du Financier*, 2006, N° 161, p. 6-26.
- Milgrom P., Roberts J., « Predation, reputation, and entry deterrence », *Journal of Economic Theory*, vol. 27(2), 1982, p. 280-312.
- Ramnath S., Rock S., Shane P. (2008), « The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for further research », *International Journal of Forecasting*, Vol. 24, 2008, p. 34-75.
- Schatt A., Brüllmann C., Dang Q.A., Joseph S., « Les honoraires des activités d'audit et de conseil en Suisse », 2009, *working paper*, Université de Dijon.
- Shleifer A., Vishny R., « A survey of corporate governance », *Journal of Finance*, Vol. 52, 1997, p. 737-783.
- Stickel S., « Reputation and performance among security analysts », *Journal of Finance*, Vol. 47, 1992, p. 1811-1836.